

天和防务(300397)

公司研究/新股定价报告

产品多元化是公司未来发展必然趋势

--天和防务新股定价报告

民生精品---新股定价报告/国防军工行业

2014年9月10日

报告摘要:

● 主营产品相对集中，产品多元化是未来发展趋势

公司的主要产品为末端防空指挥控制系统系列产品，包括便携式防空导弹指挥系统系列产品和区域防空群指挥系统系列产品两个类别，2013年公司这两款系列占营业收入的73.95%和22.73%；未来公司产品向纵深方向发展，产品呈现多元化。包括发展通用航空运行支持系统、要地周界安防系统、抛弃式温深探测系统及水下自主航行探测器等系列产品。

● 公司四大竞争优势

1、灵活的民营企业机制，能够快速适应多变的市场环境。公司作为民营企业，市场化运作机制灵活，在选择产品、持续创新、研发团队建设、市场运作模式等方面具有优势；2、技术水平先进。低截获连续波雷达技术国内领先；3、先发优势明显、市场地位突出。军方市场具有“先入为主”的特点，产品一旦装备部队，短期内一般不会轻易更改；4、“技术转让+联合生产”的销售模式，带来的市场开拓优势。公司在军贸业务活动过程中，公司发现用户国存在降低采购成本、及时解决进口装备长期维护及零部件更换等方面的需求，着眼于与用户建立长期稳固的战略合作关系，公司创新性地推出了“技术转让+联合生产”的军贸模式。

● 募投项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行不超过3,000万股，募集资金全部围绕公司主营业务进行，其中连续波雷达系统系列产品建设项目投资3.68亿元，该项目包括连续波目标指示雷达、便携式防空导弹指挥系统、野战通信指挥系统在内的公司现有产品的产能扩建项目，项目完成后将建立技术水平全国领先、功能较为完备的连续波雷达系统系列产品生产基地；拟投资1.66亿元用于军民两用防务技术研发中心的建设，该项目有利于改善公司设计开发环境，增强公司产品开发与技术创新能力，实现产业升级和公司的可持续发展。

● 合理价值区间 55-65 元

按照公司发行3000万股，发行后总股份1.2亿股测算，我们预计公司2014-2015年每股收益分别为1.21元和1.47元。2014-2015年行业平均市盈率介于45-55倍，对应合理估值55-65元。

● 风险提示

国内订单下滑风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	303	364	444	555
增长率(%)	-12.86%	20.00%	22.00%	25.00%
归属母公司股东净利润(百万元)	146	145	176	225
增长率(%)	-10.00%	-1.17%	21.87%	27.51%
每股收益(元)	1.63	1.21	1.47	1.87
每股净资产(元)	6.41	6.26	7.73	9.61

资料来源：民生证券研究院

合理估值：55-65 元

公司基本数据

发行前总股本(百万股)	90.00
首次发行(百万股)	30.00
发行后总股本(百万股)	120.00
大股东持股比例(发行后%)	39.90
发行占总股本比例%	25.00

财务数据(2013A)

股东权益(亿元)	5.77
每股净资产(元)	6.41
净资产收益率%	26.40
净利润(亿元)	1.46
基本每股收益(元)	1.63

分析师

分析师：石山虎

执业证书编号：S0100514010001

电话：(8621) 60876711

Email: shishanhu@mszq.com

相关研究

目录

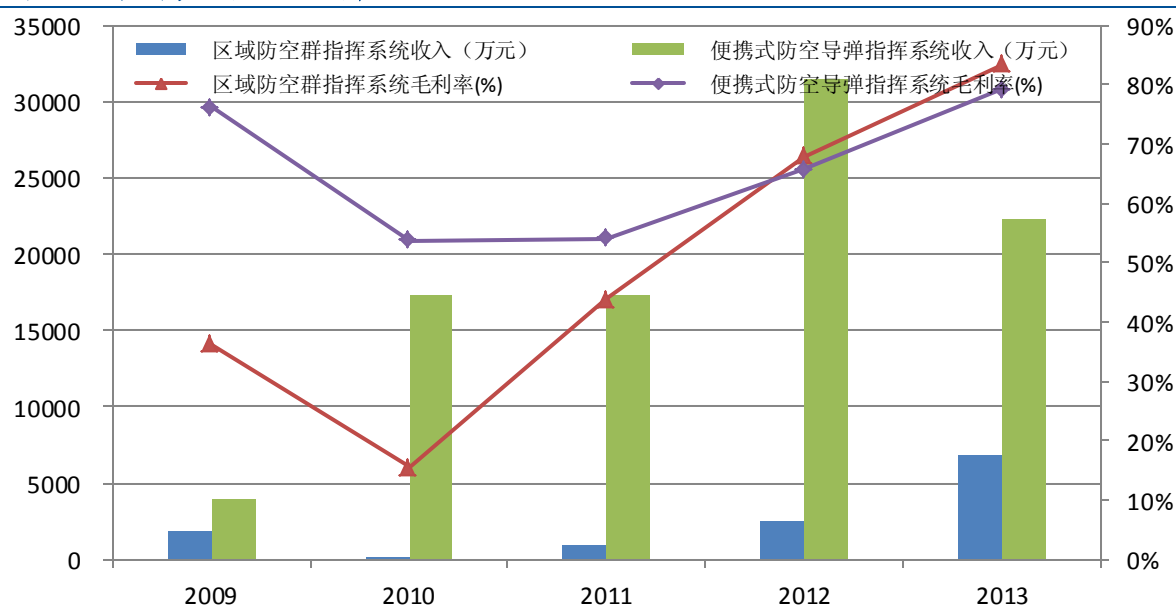
一、主营产品相对集中，产品多元化是未来发展趋势.....	3
二、公司股权相对集中	7
三、公司盈利模式多样化.....	8
四、国内直销、国外代理的销售模式	9
五、公司产品地位	9
六、公司优劣势.....	12
七、募投项目分析	15
八、盈利预测与估值.....	16
投资建议：合理估值为 55-65 元	16
九、风险提示.....	16
公司财务报表数据预测汇总	17
插图目录	18
表格目录	18

一、主营产品相对集中，产品多元化是未来发展趋势

公司的主要产品为末端防空指挥控制系统系列产品，包括便携式防空导弹指挥系统系列产品和区域防空群指挥系统系列产品两个类别，2013 年公司这两款系列占营业收入的 73.95%和 22.73%。

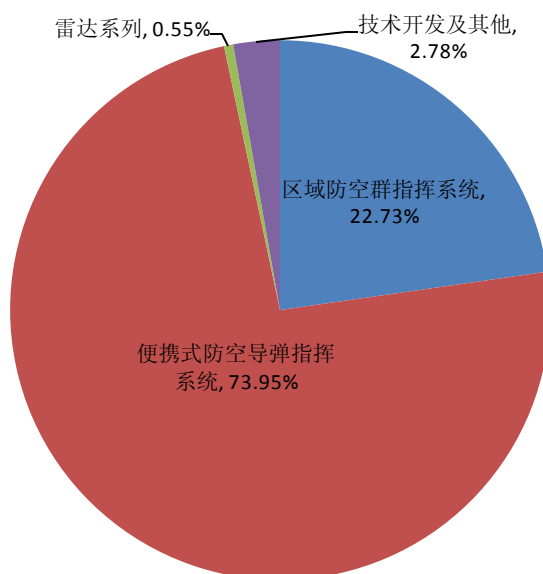
公司主营业务为以连续波雷达技术和光电探测技术为核心的侦察、指挥、控制系统的研发、生产、销售及技术贸易，公司的收入和利润主要来自应用于军事领域的末端防空指挥控制系统系列产品的销售。

图 1：公司主营产品收入及毛利率



资料来源：民生证券研究院

图 2：2013 年公司产品收入结构



资料来源：民生证券研究院

表 1: 公司系列产品及应用

产品系列	公司产品	产品应用
系统系列	中国·猎影 TH-S311 便携式防空导弹指挥系统	TH-S311 (Smart Hunter) 是武器系统级指挥控制系统，应用于便携式防空导弹的作战指挥。该产品实现导弹引导瞄准的智能化、自动化、协同化和信息化，全面提升了便携式防空导弹的信息化作战能力。
	TH-G701 野战通信指挥系统	TH-G701 为战术级区域防空群指挥控制系统，应用于区域地面防空群的作战指挥。通过信息综合、融合和处理，形成作战指挥决策，对所属火力单元指挥系统实施指挥控制，组织区域近程低空防御力量实施打击。
	中国·猎影 TH-S711 便携式防空导弹指挥系统	为 TH-S311 升级版，可在全天候和复杂电磁环境下对低空、超低空多批目标进行搜索与跟踪，并实时显示目标诸元和视频图像，提供空情预警信息。
	中国·猎狐 TH-BS08 地面侦察指挥系统	该系统采用了连续波地面侦察雷达、光电观测系统，实现了边境、要地等的全天候、无人值守、信息化监控。系统具备透雾和夜视功能，适应陆地边防恶劣的工作环境，满足边防信息化建设要求。
雷达系列	TH-R313 三坐标低空目标指示雷达	用于探测低空和超低空目标，实现对空目标的三坐标检测。
	TH-R315 连续波地面侦察雷达	该型雷达采用线性调频脉压体制，模块化设计，全固态收发。主要用于战场、边防、要地等探测地面活动目标，警戒、侦察运动中的人员、车辆，测定其方位、距离和活动路线，提供地面活动的情报。
光电系列	昼夜光电瞄准具	安装在导弹发射器上，在雷达引导射手对准目标后，用于显示目标，并将目标图像作为背景显示在射手头盔显示器上，具备透雾和夜视功能。
	多光谱光电侦察系统	系统由大视场和小视场两组镜头组成，在雷达搜索发现目标后，引导光电大视场捕获目标，并切换至小视场，对目标进行跟踪测量，与雷达测距数据一起，测出目标精确定位数据，以引导导弹武器系统，实现对无人机、巡航导弹的导引攻击；也可完成对高炮群的目标指示。
海洋系列	抛弃式温深探测系统 (XBT)	该系统可用于测量海水的温度和盐度随深度变化的曲线，探头为一次性使用设备，具有很高的灵活性。由于成本低、使用灵活，可以在诸多海域使用。

舰船物理场综合监测系统

该系统由水上子系统、舰载定位子系统、水下子系统和校准子系统等组成，用于对各类水下目标进行探测，包括潜艇和各类水面舰艇。该系统采用先进的传感器、信号处理、水下通信和多传感器融合技术，实现对目标进行全方位探测，实时同步采集、处理目标特征信号，并通过海底复合光缆或无线通信方式传输至监控中。该系统还可用于对各类舰船进行隐身性能测试，为舰船消磁提供依据。

资料来源：民生证券研究院

表 2：公司 TH-S311 和 TH-G701 产品情况介绍

	TH-S311	TH-G701
应用	该产品主要应用于便携式防空导弹的作战指挥，其主要作战对象为武装直升机、强击机和歼轰机。	该产品主要应用于区域地面防空群的作战指挥，主要指挥对象是便携式防空导弹排/班、高炮营/连、弹炮混编营等。
组成	该产品主要由雷达单元、作战指挥单元，导弹引导单元以及配套的通信系统和车载平台等组成。	该产品主要由作战指挥单元、语音通信单元、视频单元以及作为系统支撑的通信系统和车载平台系统组成。
功能	具有侦察预警、情报处理、作战指挥、射击引导等功能。	其中作战指挥单元是 TH-G701 的核心应用部分，由一个作战指挥服务器和配置于车载作战指挥间的 5 个作战指挥终端组成。该单元基于通信系统提供的通信信道，收集来自下级、上级及友邻或预警雷达的空情数据信息，综合处理后，形成空情态势并分发给下属各武器指挥单元，使防空群空情信息完全共享；在对空情态势评估基础上，形成作战策略，下达指挥命令，通过通信系统下达给下级作战单元。
特点	具有：①较强的战场生存能力；②抗电磁干扰能力强；③提供集中式敌我识别解决方案；④通用性能强；⑤使用灵活、机动性强；⑥集成性和网络化等特点。	将 TH-S311 与 TH-G701 二者联合使用，可装备于区域地面防空群。一个防空群可配置 1 套 TH-G701，群下配置 3-5 套 TH-S311，此外 TH-S311 还可以配接 3-5 个高炮连等低空近程防空武器系统，形成区域低空近程防空火力覆盖，消灭盲区，实现大面积布防。

资料来源：民生证券研究院

图 3：基于 TH-G701 和 TH-S311 的区域防空指挥控制体系示意图

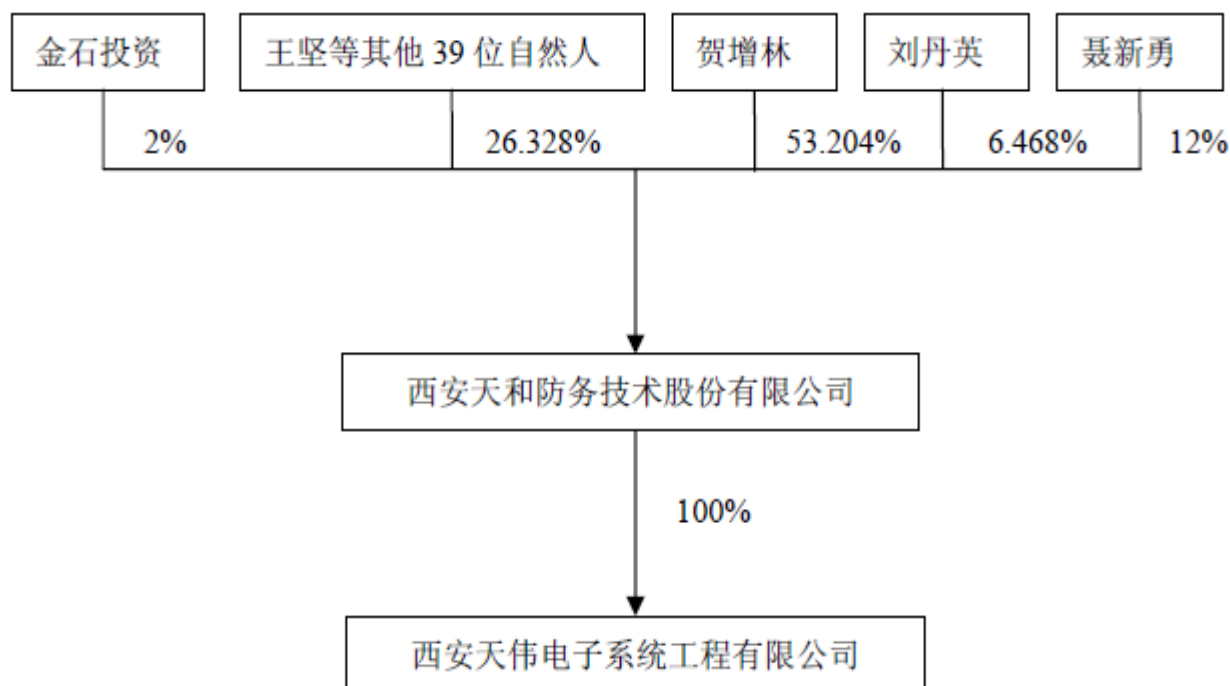


资料来源：民生证券研究院

二、公司股权相对集中

公司董事长贺增林先生为公司的控股股东和实际控制人，本次发行前，贺增林先生持有公司 53.204%的股权，本次发行后，贺增林先生持有公司 39.903%的股权，公司核心管理层均持有股份。

图 4：发行前公司股权结构图



资料来源：民生证券研究院

三、公司盈利模式多样化

公司采用整机销售、“技术转让+联合生产”、维修零部件与配套销售等模式来实现客户价值和产品价值的最大化。目前整机销售模式是公司报告期内的主要盈利模式，维修零部件模式是整机销售模式的自然衍生和有益补充。

表 3: 公司盈利模式

盈利模式	概况
整机销售模式	<p>公司系便携式防空导弹指挥系统研制的总体单位，公司作为总体单位公司可直接面向军方用户，获得军方用户对相关产品的具体需求；同时在具备承制系统级产品的能力后，公司具有了较大的系列产品开发的自主权，能够以军方需求为导向，实现以现有系统级产品为基础的新产品的产业化平台的构建。如在 TH-S311 的基础上，公司自主选择研制开发新一代的便携式防空导弹指挥系统 TH-S711 及构成该系统的核心产品三坐标目标指示雷达、光电侦察跟踪系统等。</p>
“技术转让+联合生产”模式	<p>“技术转让+联合生产”模式是公司的创新性盈利模式。其中“技术转让”层面着眼于用户国生产能力的建设，公司根据合同约定向用户国转让生产组装技术使其具备组装能力，并提供生产设备帮助用户国建立产品组装线；“联合生产”层面是指用户国生产能力建设完成后，为实现整机产品，由公司生产包括核心部件在内的大部分散件并向用户国销售，用户国生产一部分部件并在公司的指导下将所有的部件进行集成总装。</p>
维修零部件与配套销售模式	<p>根据《通用武器雷达装备技术保障资源建设系列规范（雷达装备分册）》中的通用雷达装备维修器材供应标准的相关规定，整机系统产品应配备至少 10% 的主要维修部件。公司产品的质保期一般为 1 年（部分合同为三年），质保期内公司对产品维修无偿提供零部件，质保期外的零部件供应均为有偿提供。2010 年 9 月天伟电子与军贸 A 公司签署的 SmartHunter 备件及附件销售合同和 2011 年 10 月天伟电子与国内军方签署的 TH-S216 便携式防空导弹指挥系统成套备件及应急备件销售合同即是该模式下的该销售模式的具体体现。</p>
独立功能零部件配套模式	<p>①核心部件为其他现役整机军品配套。例如：2010 年 6 月，国内军方批准现役某炮兵防空兵现有装备改造项目，公司以定向器等部件为改造后的该装备配套；②核心部件为合作伙伴配套。天伟电子与深圳大学 ATR 国防科技重点实验室共同研制 DBF 三坐标目标指示雷达为系统项目配套。</p>

资料来源：民生证券研究院

四、国内直销、国外代理的销售模式

表 4: 公司国内外销售模式

产品销售模式	概况
国内销售采取直销的模式	公司直接与军方签订销售合同。在该模式下，产品价格是根据经国务院、中央军委批准的，由国家计委、财政部、总参谋部和国防科工委制定的《军品价格管理办法》由军方审价确定。国内军方审价的一般流程为：生产单位编制并向国内军方提交定价成本等报价资料；国内军方组织审价、批复审定的价格并抄送军方订货部门。
国外军贸公司代理或买断模式	两种模式的主要区别在于代理模式下公司需向军贸公司及最终用户负责，军贸公司赚取代理费。买断模式下公司只需向军贸公司负责，军贸公司获得价差收益并向最终用户负责。A、军贸公司代理模式下的定价：采取公司自主定价、军贸公司加成的方式，公司一般每隔半年向军贸公司报送一次产品价格，有效期为 6 个月；B、军贸公司买断模式下的定价：由双方商务谈判确定，公司主要考虑的因素包括产品的实际成本、预期利润、付款周期及安排等，军贸公司主要考虑市场需求、价差收益、相关买方的采购预算、付款安排、汇率变动风险等因素。

资料来源：民生证券研究院

五、公司产品地位

一个国防空体系按层次划分一般可分为国土防空、区域防空和末端防空，其中区域防空是按照战区或统一划分的地域范围组织的防空，末端防空是区域防空的重要组成部分，即在防空作战中在重要目标如军队首脑机关、军事机场、军工基地等周围，部署由防空火力、信息支援、指挥控制等要素有机结合的防空武器系统，以火力封锁目标上空以及附近空间，达成保卫重要目标安全的目的。

近年来，科索沃战争、伊拉克战争的实践表明，现代空袭战的重点由原来的打击军事目标为主转向打击国家或军队的首脑机关、通信枢纽、供电中心、机场、港口、大型水库、交通枢纽等具有战争动员价值的重要目标上来，因此世界各国普遍重视末端防空体系的建设。末端防空的主要武器为便携式防空导弹、弹炮结合武器系统、小口径高炮，其中由于便携式防空导弹具有作战空域大、发射后自动搜寻目标等优点，是末端防空的利器。

末端防空指挥控制体系的建设主要应用的是战术级及武器系统级的指挥控制系统，公司的 TH-S311、TH-S216、TH-S711 主要应用于便携式防空导弹的指挥控制，为武器系

统级指挥控制系统。为在更高编制级别上提升便携式防空导弹的协同作战能力，提高区域末端防空作战的效率，公司研制出 TH-G701、TH-G701A 野战通信指挥系统，主要应用于 TH-S311、TH-S216、TH-S711 的协同作战指挥，属于战术级防空群指挥控制系统。

便携式防空导弹是末端防空的主战武器。末端防空的主要防空火力为便携式防空导弹、小口径高炮和弹炮结合武器系统等，其中便携式防空导弹的作战空域大，打击精度高，作战效能高，能对低空来袭的战斗机、武装直升机及无人机构成较大威胁，是末端防空的主战武器。

便携式防空导弹存在四种典型的作战模式：

- 1、肩扛式，也是目前主流的使用模式，由单兵或兵组携带，可部署于楼顶、山头等作战有利地点，单兵肩扛发射；
 - 2、发射架式，配置导弹专用发射架，以降低射手的工作强度和发射的准确性；
 - 3、车载式，采取一枚或多枚便携式防空导弹上车，提高作战机动性，在轮式或履带式车辆上进行导弹的自动或人工发射；
 - 4、机载、舰载式，便携式防空导弹通过特定的发射装置安装在飞机、军舰上发射。
- 其中车载式、机载式及舰载式均为便携式导弹作战的扩展应用。

单兵便携式防空导弹指挥系统的市场容量。目前全世界便携式防空导弹数量 50 多万枚，单兵肩扛作战是便携式防空导弹作战的主流模式。假设按照每套单兵便携式防空导弹指挥系统配置 4-12 个射手，每个发射装置配备 2-5 枚导弹，3-5 套便携式防空导弹指挥系统配备 1 套野战通信指挥系统测算，全世界所需便携式防空导弹指挥系统约 8,300 套，野战通信指挥系统约 1,600 套（以上均按照最少配置量计算）。再考虑到每年新增的便携式防空导弹数量，该类产品具有较大市场容量。）根据瑞士独立智库“小武器调查”研究报告，全球装备便携式防空导弹的国家约有 105 个，其中大多数为发展中国家，且装备数

量较大。

国防投入逐年增加，产品需求持续向好。我国国防投入不断增加，2006-2013 年国防预算分别为 2,979 亿元、3,555 亿元、4,178 亿元、4,807 亿元、5,321 亿元、5,830 亿元、6,703 亿元、7,202 亿元，复合增长率为 13.44%。为了满足军队信息化建设的需要，大规模的装备升级在未来几年内会陆续展开。从结构上分析，发达国家国防费项目结构的比例大致为：人员费占 25%-30%，装备费 40%-45%左右，活动维持费占 30%左右。而我国国防费用中用于国防装备投入的比例约为三分之一，其中又有相当大的部分用于技术水平较低的一般装备的维护，因此武器装备的信息化建设将来具有较大的提升空间。

六、公司优劣势

表 5: 公司现在及未来的竞争对手

便携式防空导弹指挥系统产品领域	战术防空群指挥控制系统产品领域
法国泰利斯集团，是世界最大的军用电子产品生产厂商，也是欧洲第三大国防合同商。	美国汤姆逊—拉莫—伍尔里奇公司（简称“TRW 公司”）的主要业务为汽车驾驶系统、操纵系统；航天飞机产品设备、推进系统、光电系统及仪表系统。
白俄罗斯阿加特设计局（AGAT）是固定和机动式综合自动化控制系统、侦察和电子战包括通信和显示装备、计算机设施、雷达装备和军用测试装备的研发厂商。	俄罗斯奔萨无线电厂开放式股份公司主要为俄罗斯联邦国防部研制、生产、改进复杂的特种自动化无线电技术控制系统。
俄罗斯 RADIOZAVOD FSUE 公司是俄罗斯仪器仪表工程领域的先进企业。	中国电子科技集团公司第五十四研究所。
美国洛克希德·马丁公司主要提供潜射弹道导弹、战区高空防空系统、通信卫星系统、F-16、F-22 和 F-35 等战斗机、U-2 间谍侦察机、SR-71 “黑鸟”战略侦察机、军用电子系统、火控系统等。	四川九洲电器集团有限责任公司、四川川大智胜软件股份有限公司。
国营第七八五厂是我国第一个研制生产火控指挥系统的大型骨干企业，主要从事陆、海、空三军火力控制指挥系统和地空导弹指挥系统的科研开发和生产制造。	武汉高德红外股份有限公司、中国人民解放军第三三〇四工厂等。

资料来源：民生证券研究院

表 6: 公司正在研究开发项目

序号	项目名称	进展情况
侦察系统产品		
1	三坐标低空目标指示雷达	优化升级
2	DBF 高精度目标指示雷达	优化升级
3	高可靠低空目标监视雷达	优化升级
4	昼夜光电瞄准具	优化升级
5	昼夜光电侦察跟踪系统	工程优化
6	光雷一体化侦察系统	工程优化
系统应用产品		
7	新一代便携式防空导弹指挥系统	优化升级
8	新一代区域防空群通信指挥系统	优化升级
9	陆地边防信息化系统	样机研制
10	要地周界安防系统	优化升级
11	抛弃式温深探测系统	优化升级

12	通用航空飞行器多源低空监视设备	样机试用
13	水下自主航行探测器 (AUV)	样机研制

资料来源：民生证券研究院

公司的竞争优势：

1、灵活的民营企业机制，能够快速适应多变的市场环境。相对于传统的军工企业，公司作为民营企业，市场化运作机制灵活，在根据市场需求选择产品、持续创新、研发团队建设、市场运作模式等方面具有优势。

2、技术水平先进。低截获连续波雷达技术国内领先。公司掌握了雷达研制中的复杂强地杂波背景下的连续波雷达动目标检测技术、三维恒虚警技术、多目标自动跟踪技术以及超低相噪雷达信号源等核心部件的设计技术，目前在低截获连续波雷达技术领域处于国内领先，公司自主研制的 TH-R311 探测距离超过 20 公里，性能稳定、质量可靠，已应用于批量生产并向国内外销售的 TH-S311、TH-S216 等系统中；便携式防空导弹指挥系统填补国内空白。公司的便携式防空导弹指挥系统相关技术赋予了便携式防空导弹的信息化作战能力，解决了传统的便携式防空导弹的无提前预警、发现目标困难、不能全天候作战、操作盲目性大、无火力协调与敌我识别等不足，在便携式防空导弹空情保障、火力控制和夜间射击等方面有重大创新，显著提升了其作战效能，在该领域填补了国内空白，总体技术居于国内领先水平；光电探测技术起点较高。公司通过引进先进关键技术的方式进入光电探测领域，搭建高起点的研发平台，并在后续的自主研发中取得了突破性进展，形成了独特的技术优势。

3、先发优势明显、市场地位突出。军方市场具有“先入为主”的特点，产品一旦装备部队，将构成国防体系的一部分，相关的配套及保障装备也将跟上，为维护国防体系的安全性、完整性，短期内一般不会轻易更改。

4、“技术转让+联合生产”的销售模式，带来的市场开拓优势。公司在军贸业务活动过程中，公司发现用户国存在降低采购成本、及时解决进口装备长期维护及零部件更换等方

面的需求，着眼于与用户建立长期稳固的战略合作关系，公司创新性地推出了“技术转让+联合生产”的军贸模式。

公司竞争劣势：

1、产品线纵深有待加强。公司产品结构相对单一，作为末端防空指挥控制系统的供应商，公司产品主要配备于便携式防空导弹，尚可向其他末端防空武器装备拓展；从系统应用来讲，公司的连续波雷达技术目前仅限于构建末端防空系统，尚可拓展到对地侦察、对海侦察等，从而形成战场侦察、边防及海防领域的应用产品；从技术手段上讲，公司的侦察系统主要采用低截获连续波雷达，其它侦察手段如光电侦察等产品尚处于研制阶段，未形成成熟的型号产品。

2、产品最终用户数量较少。国内市场方面，公司由于国内型号产品较为单一，造成最终用户相对较少。国际市场方面，公司报告期内主要实现销售的国家为 A 国；截止目前军贸公司已签署协议向其销售本公司产品的国家已经实现订单签订的国家仅有 5 个。公司目前最终用户的数量较少，仍需要进行长期的市场积淀。

3、生产能力不足。2011-2013 年度公司主要产品便携式防空导弹指挥系统的产能利用率分别为 115%、97.50%与 105%。公司现有生产场地、生产设施及人员配备已难以满足公司业务的进一步扩张的需要。

4、融资渠道单一。公司目前的融资渠道比较单一，主要依赖于自有资金，但自有资金的积累时间较长，银行贷款又受到银行授信额度及金融环境变化的影响不利于公司资本结构的改善，融资渠道单一对公司持续发展不利。

七、募投项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行不超过 3,000 万股,募集资金全部围绕公司主营业务进行,其中连续波雷达系统系列产品建设项目为包括连续波目标指示雷达、便携式防空导弹指挥系统、野战通信指挥系统在内的公司现有产品的产能扩建项目,项目完成后将建立技术水平全国领先、功能较为完备的连续波雷达系统系列产品生产基地;军民两用防务技术研发中心的建设有利于改善公司设计开发环境,增强公司产品开发与技术创新能力,实现产业升级和公司的可持续发展。

表 7: 公司募集资金投资项目

序号	项目名称	建设期(月)	募集资金投资额(万元)
1	连续波雷达系统系列产品建设项目	36	36,797
2	军民两用防务技术研发中心建设项目	36	16,586
3	补充主营业务相关日常营运资金	-	11,000
合计			64,383

资料来源:民生证券研究院

八、盈利预测与估值

投资建议：合理估值为 55-65 元

按照公司发行 3000 万股，发行后总股份 1.2 亿股测算，我们预计公司 2014-2015 年每股收益分别为 1.21 元和 1.47 元。2014-2015 年行业平均市盈率介于 45-55 倍，对应合理估值 55-65 元。

表 8：主要饲料上市企业估值对照表

简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS		市盈率		市净率
			14E	15E	14E	15E	
光电股份	65.24	36.66	0.38	0.53	81.68	59.09	6.95
中航光电	115	110	0.71	0.96	34.76	25.95	4.33
航天电子	162	162	0.32	0.38	48.02	40.71	3.21
高德红外	139	108	0.15	0.28	152	84.03	5.76
华力创通	58.96	34.13	0.33	0.54	67.28	40.40	7.72
北斗星通	106	61.04	0.25	0.43	180.95	105.39	9.32
海格通信	172	156	0.48	0.62	35.63	27.85	3.70
平均					85.76	54.77	5.86

资料来源：民生证券研究院

九、风险提示

公司未来风险主要来自：国内订单下滑等风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	303	364	444	555
减: 营业成本	62	127	155	194
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	14	11	13	17
管理费用	53	51	62	72
财务费用	(1)	2	3	3
资产减值损失	8	8	8	8
加: 投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	168	164	202	260
加: 营业外收支净额	8	9	9	9
三、利润总额	175	173	211	269
减: 所得税费用	29	29	35	44
四、净利润	146	145	176	225
归属于母公司的利润	146	145	176	225
五、摊薄后每股收益(元)	1.63	1.21	1.47	1.87
主要财务指标				
项目	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	-12.86%	20.00%	22.0%	25.00%
成长能力:	-8.8%	-2.0%	23.1%	28.7%
营业收入同比	-10.00%	-1.17%	21.8%	27.5%
营业利润同比				
净利润同比	1.27	1.27	1.37	1.39
营运能力:	3.49	2.41	2.56	3.17
应收账款周转率	0.43	0.41	0.39	0.38
存货周转率				
总资产周转率	79.7%	65.0%	65.0%	65.0%
盈利能力与收益质量:	48.3%	39.7%	39.7%	40.5%
毛利率	20.8%	16.3%	15.3%	15.4%
净利率	26.4%	21.8%	21.0%	21.6%
总资产净利率 ROA				
净资产收益率 ROE	4.15	2.94	2.37	1.91
资本结构与偿债能力:	22.2%	27.6%	26.4%	30.3%
流动比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表				
长期借款/总负债	1.63	1.21	1.47	1.87
每股指标(元)	0.22	0.63	1.55	1.19
每股收益	6.41	6.26	7.73	9.61
每股经营现金流量	-12.86%	20.00%	22.0%	25.00%
每股净资产	-8.8%	-2.0%	23.1%	28.7%

资料来源: 民生证券研究院

资产负债表				
项目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	138	200	100	120
应收票据	33	36	44	56
应收账款	284	291	355	444
预付账款	22	29	36	44
其他应收款	1	1	2	2
存货	111	191	155	194
其他流动资产	25	25	25	25
流动资产合计	614	774	718	886
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	65	157	339	415
在建工程	41	91	191	341
无形资产	18	16	14	12
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	127	264	544	769
资产总计	741	1,039	1,262	1,655
短期借款	0	104	120	250
应付票据	0	0	0	0
应付账款	70	64	78	97
预收账款	17	34	42	52
其他应付款	2	2	2	2
应交税费	27	25	25	25
其他流动负债	25	34	35	36
流动负债合计	148	263	302	463
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	24	31	39
非流动负债合计	16	24	31	39
负债合计	165	287	334	502
股本	90	120	120	120
资本公积	34	34	34	34
留存收益	452	597	774	998
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	577	752	928	1,153
负债和股东权益合计	741	1,039	1,262	1,655

现金流量表				
项目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	20	76	186	143
投资活动现金流量	(8)	(150)	(300)	(250)
筹资活动现金流量	(125)	6	5	7
现金及等价物净增加	(112)	(69)	(109)	(100)

插图目录

图 1: 公司主营产品收入及毛利率.....	3
图 2: 2013 年公司产品收入结构.....	3
图 3: 基于 TH-G701 和 TH-S311 的区域防空指挥控制体系示意图.....	5
图 4: 发行前公司股权结构图.....	7

表格目录

表 1: 公司系列产品及应用.....	4
表 2: 公司 TH-S311 和 TH-G701 产品情况介绍.....	5
表 3: 公司盈利模式.....	8
表 4: 公司国内外销售模式.....	9
表 5: 公司现在及未来的竞争对手.....	12
表 6: 公司正在研究开发项目.....	12
表 7: 公司募集资金投资项目.....	15
表 8: 主要饲料上市企业估值对照表.....	14

分析师简介

石山虎，2012年5月加入民生证券，先后负责农业、中小市值及国防军工行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。